

信用等级公告

联合[2017]1283 号

株洲市湘江建设发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对株洲市湘江建设发展集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年公司债券进行了主动评级，确定：

株洲市湘江建设发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为“稳定”

株洲市湘江建设发展集团有限公司拟发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年八月四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2017年株洲市湘江建设发展集团有限公司 公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 14 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 每年付息一次, 分次还本, 在
债券存续期的第 3 年至第 7 年末每年偿还
本金的 20%, 当期利息随本金一起支付。

评级时间: 2017 年 8 月 4 日

主要财务数据

发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	113.60	140.85	148.12
所有者权益 (亿元)	80.02	82.37	81.58
长期债务 (亿元)	22.71	48.43	48.23
全部债务 (亿元)	22.76	50.06	60.28
营业收入 (亿元)	5.00	6.83	6.83
净利润 (亿元)	2.26	2.03	1.91
EBITDA (亿元)	2.42	2.48	2.44
经营性净现金流 (亿元)	-7.48	-12.23	-12.01
营业利润率 (%)	8.03	7.04	10.24
净资产收益率 (%)	2.47	2.50	2.33
资产负债率 (%)	29.56	41.52	44.93
全部债务资本化比率 (%)	22.14	37.80	42.49
流动比率 (倍)	12.56	14.39	7.89
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	1.19	0.82
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.18	0.17

注: 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 系四舍五入造成的; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对株洲市湘江建设发展集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为株洲市湘江流域综合治理及湘江旧城改造的重要主体, 区域业务上具有专营优势、政府支持力度较大等优势。同时, 联合评级也关注到当地政府债务负担过重、资产流动性偏弱等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

随着公司承接的棚户区改造及株洲湘江流域综合治理项目的不断开展, 公司未来收入规模有望持续增长并持续获得株洲市政府大力支持。综合来看, 公司未来经营情况稳定性好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券采用分期摊还本金方式, 有效降低了集中偿付压力, 有效提升了本次债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 株洲市经济发展水平在湖南省处于较为领先地位, 区域经济和财政收入稳步增长, 有利于公司业务发展。

2. 公司系湘江流域综合治理以及湘江旧城改造的重要主体, 区域专营优势明显; 株洲市政府在财政补贴、资产注入等方面给予公司较大支持。

3. 本次债券设置了分期偿还本金的条款, 缓解了集中偿付压力。

关注

1. 株洲市政府债务负担过重, 公司获取政府支持能力弱化。

2. 公司土地整理收入受政策、土地市场

变化影响、代建业务受政府回款进程影响，收入的实现存在较大不确定性。

3. 公司资产以存货为主，变现能力及变现周期受市场变化影响较大，公司资产流动性偏弱。

4. 公司整体盈利对政府补贴的依赖性较大，公司整体盈利能力一般。

5. 本次债券发行额度较大，其发行对公司现有债务有较大影响。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由株洲市湘江建设发展集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因株洲市湘江建设发展集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。联合评级、评级人员与株洲市湘江建设发展集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对株洲市湘江建设发展集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：

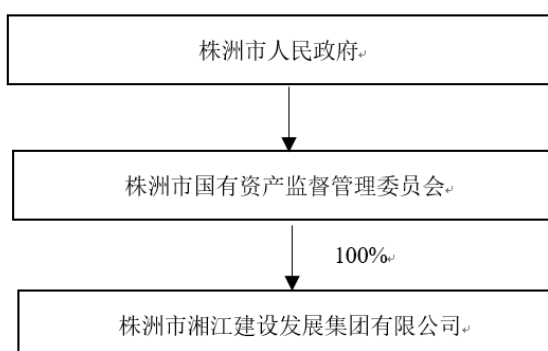


联合信用评级有限公司

一、主体概况

株洲市湘江建设发展集团有限公司（以下简称“公司”或“湘江集团”）原名株洲市湘江建设发展有限公司，系经《株洲市人民政府关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的批复》（株政函〔2011〕95号）、《关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的通知》（株国资产权〔2011〕24号）文件批准，株洲市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“株洲国资委”）出资组建的国有独资企业，初始注册资本 1.00 亿元。经多次增资，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 3.00 亿元。公司实际控制人为株洲市人民政府。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司审计报告

公司经营范围：湘江风光带建设、经营；旧城改造；城市基础设施投资与建设；土地平整；旅游开发；粮油销售；房屋租赁服务；酒店经营与管理。（上述经营项目不含国家法律法规政策禁止或限制的项目，涉及资质证的凭有效资质证经营）。

截至2016年底，公司本部设综合管理部、党群工作部、企业发展部、融资财务部、规划建设部以及监察审计部6个部门。截至2016年底，公司合并范围内拥有子公司9家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 148.12 亿元，负债合计 66.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 81.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 81.11 亿元。2016 年，公司实现营业收入 6.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.01 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.04 亿元。

公司地址：湖南省株洲市天元区黄河南路 150 号天台金谷商务会所 9 楼；法定代表人：沈平。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

本次公司债券拟募集资金不超过14.00亿元，发行期限为7年，在本次公司债券存续期的第3年至第7年，每年按照债券发行总额20%的比例偿还本金，即第3年至第7年每年偿还本金2.80亿元，每年付息一次。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金不超过 14.00 亿元，其中 8.40 亿元用于株洲湘江物流中心项目（以下简称“募投项目”），剩余 5.60 亿元用于补充营运资金。

募投项目位于湘江北岸，紧靠铜塘湾港，近邻株洲北站，公司拟建设一个综合物流中心。项目总投资 12.18 亿元，拟使用债券募集资金 8.40 亿元。项目总用地面积 523,333 平方米，总建筑面积 495,991 平方米。募投项目主要收入来源为仓储加工区厂房出租出售收入，以及各类配套设施的出租出售收入。预计项目计算期内总收入为 207,030 万元，其中出租收入为 119,323 万元，销售收入 80,131 万元，物业管理收入 7,576 万元。

根据《株洲湘江物流中心项目可行性研究报告》，项目计划建设期 2 年，2017 年 3 月已正式启动，预计 2019 年 2 月竣工。截至 2017 年 6 月底，该募投项目已开工，正在进行土地报批手续。同时，募投项目获得株洲市发展和改革委员会批复的《株洲市发展和改革委员会关于株洲湘江物流中心项目备案的通知》（株发改发【2016】292 号）和《株洲市发展和改革委员会关于株洲市湘江建设发展集团有限公司株洲湘江物流中心项目节能评估报告书的批复》（株发改能评【2017】3 号）、株洲市国土资源局批复的《关于株洲湘江物流中心项目用地预审意见》（株国土资预审字【2016】A89 号）、株洲市环境保护局批复的《株洲市环境保护局关于株洲湘江物流中心项目有关环评审查意见的函》（株环函【2017】8 号）、株洲市规划局出具的《建设项目选址意见书》（建规【选】字第株规选 RZ[2016]422 号），项目主要审批均已通过。

三、行业分析

1. 行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资

刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88 号，以下简称“《88 号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152 号，以下简称“《152 号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88 号文》和《152 号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016 年 3 月 25 日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11 号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43 号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2016 年底，中国城镇化率为 57.35%，较 2015 年提高 1.25 个百分点，相较于中等发达国家 80% 的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2017 年政府工作报告》对中国政府 2017 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城

投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合评级认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合评级也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

株洲市共有九家公司经营范围涉及土地整理业务。九家企业分别负责不同区域控规土地的整理及城市基础设施配套建设，其中公司负责株洲市湘江流域综合治理以及旧城改造，是以湘江风光带为主要载体的城市建设运营商，承担着株洲市旧城改造和拓展城市运营空间的任務。

总体看，公司作为株洲市湘江流域综合治理及湘江旧城改造的重要主体，区域业务上具有专营优势。

2. 人员素质

目前，公司董事会成员 7 名，其中董事长 1 人；监事会成员 5 人，其中监事会主席 1 人；总经理 1 名，副总经理 5 名。

沈平先生，1964 年生，汉族，本科，中共党员，高级工程师；历任株洲市建筑工程质监站站长，建筑工程管理局总工程师，建设局副局长、局长、党组书记，市湘江建设集团有限公司总经理，现任公司董事长。

谭育喜先生，1963 年生，汉族，函授本科学历，中共党员。曾任株洲市国资委党委委员、副主任。现任公司党委委员、总经理，兼任株洲市城市建设发展集团有限公司（株洲市另一平台企业）董事。

截至 2017 年 3 月底，公司在职工 566 人。从员工文化素质情况来看，本科及以上学历占比 20.07%；大专学历占比 20.25%；中专及以下占比 59.68%。从员工年龄构成来看，30 岁及以下的占比 24.51%，30~50 岁的占 57.90%，50 岁以上的占 17.59%。

总体看，公司高管人员经验丰富，文化素质较高，可满足公司管理的需求。公司员工整体素质较好，可满足公司日常管理经营的需求。

3. 政府支持

公司作为株洲市湘江流域治理建设和湘江两岸控规土地整理的唯一主体，在资产注入、财政补贴等方面得到了政府的有力支持。

股本支持

公司初始注册资本 1.00 亿元，实收资本 3,098.05 万元。经股东株洲国资委多次注资后，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 3.00 亿元。

表1 2011~2014年公司实收资本变动情况（单位：万元）

年份	金额	变化原因
2011 年	3,098.05	货币出资
	13,699.74	股权出资
	2,447.75	货币增资
2012 年	1,700.50	货币增资
2013 年	8,000.00	资本公积转增

2014 年	1,053.96	货币增资
合计	30,000.00	--

资料来源：公司审计报告

资产注入

近几年政府以股权、土地、房产等资产注入形式对公司子公司进行增资。

表2 2012~2016年公司资本公积增加情况（单位：万元）

年份	金额	性质
2012 年	8,000.00	货币资金
	6,313.68	土地使用权及房产
	59,540.49	土地使用权及房产
	2,886.66	土地使用权
	5,839.02	土地使用权
2013 年	42,686.47	土地使用权
	11,972.94	土地使用权
	241,723.94	土地使用权
	65,287.37	土地使用权
	33,072.76	土地使用权
2014 年	--	--
2015 年	5,049.71	股权
2016 年	1,000.00	债权转资本公积
	230.00	政府性投资
合计	483,603.04	--

资料来源：公司审计报告

从入账方式来看，政府注入的熟地在“存货—土地资产”体现，尚需进一步开发整理的在“存货—开发成本”中体现，自有房屋用地在“无形资产”中核算，部分自有在建项目在“在建工程”中核算。

财政补贴

2014~2016年，公司收到财政补贴分别为2.34亿元、2.45亿元、2.79亿元，主要为湘江风光带维护补助、项目补助、贴息补助等，以上补贴均体现在“营业外收入—政府补助”科目。

总体看，株洲市政府在股本支持、资产注入、财政补贴等方面对公司支持力度较大。

4. 区域经济

公司作为株洲市湘江流域综合治理及湘江旧城改造的重要主体，目前公司核心业务涉及：湘江风光带建设、经营；城市基础设施投资与建设；土地平整等领域。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受海盐县经济发展和城市建设的影响，并与城市规划密切相关。

（1）区域经济发展

根据《株洲市 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，株洲市完成地区生产总值 2512.5 亿元，比上年增长 7.9%，高于全国平均水平 1.2 个百分点，与全省平均水平持平。其中，第一产业增加值 197.2 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 1,363.5 亿元，增长 6.7%，其中，工业增加值 1,197.4 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 951.8 亿元，增长 10.7%。按年末常住人口计算，人均地区生产总值 62,681 元，增长 7.1%。全市三次产业结构由 2015 年的 7.6: 57.3: 35.1 调整为 7.8: 54.3: 37.9。

2016 年，株洲市固定资产投资（不含农户）2,345.8 亿元，比上年增长 13.5%，高于全国

5.4 个百分点、低于全省 0.3 个百分点。

总体来看，株洲市区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，经济发展对城市基础设施和公用事业的需求不断扩大，公司业务发展前景良好。

（2）地方政府财力及债务

2016 年，株洲市地方综合财力合计 471.46 亿元，同比增长 15.66%，其中一般预算收入 218.16 亿元，同比增长 14.00%。公司一般预算收入中非税收入占比大，2016 年为 112.84 亿元，占 51.72%。

2016 年，株洲市政府性基金收入 75.70 亿元，同比增长 101.52%，主要为国有土地使用权出让金收入。2016 年，株洲市政府上级补助收入合计 166.59 亿元，同比下降 1.59%。

整体看，近年株洲市财政收入稳定增长，地方综合财力持续增强，但综合财力对国有土地使用权出让金收入依赖较大，存在一定不稳定性。

表3 株洲市2014~2016年地方可支配收入（单位：亿元）

科目	2014 年	2015 年	2016 年
（一）一般预算收入	167.38	191.36	218.16
1、税收收入	89.19	103.28	105.31
2、非税收入	78.19	88.08	112.84
（二）上级补助收入	134.65	169.28	166.59
（三）政府性基金收入	59.81	37.56	75.70
其中：国有土地使用权出让金收入	23.13	34.49	74.92
（四）预算外收入	3.94	9.43	11.01
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	365.78	407.64	471.46

资料来源：株洲市财政局

株洲市地方政府债务由直接债务及或有债务两部分构成。截至 2016 年底，株洲市政府债务余额 543.82 亿元，同比下降 12.58%，债务率为 115.35%，债务负担过重。

表4 截至2016年底株洲市地方政府债务余额表（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年底）	金额	地方财力（2016 年）	金额
（一）政府债务余额	4,654,739	（一）地方公共预算收入	2,181,616
1、一般债务	2,497,740	1. 税收收入	1,053,196
2、专项债务	2,156,998	2. 非税收入	1,128,420
（二）或有债务	1,566,864	（二）转移支付和税收返还收入	1,665,879
1、政府负有担保责任的债务	494,853	1. 一般性转移支付收入	831,645
2、政府可能承担一定救助责任的债务	1,072,011	2. 专项转移支付收入	689,853
--	--	3. 税收返还收入	144,381
--	--	（三）国有土地使用权出让收入	757,016
--	--	1. 国有土地使用权出让金	749,195
--	--	2. 国有土地收益基金	5,525
--	--	3. 农业土地开发资金	2,296
--	--	4. 新增建设用地有偿使用费	
--	--	（四）预算外财政专户收入	110,126
地方政府债务余额=（一）+（二）*50%	543,8171	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	4,714,637
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%		115.35%	

资料来源：海盐县财政局

总体看，株洲市财政实力不断增强，但由于政府债务率处于较高水平，株洲市政府债务负

担明显过重。

五、管理分析

1. 公司治理

公司是经株洲市人民政府批准并出资设立的国有独资有限责任公司，株洲国资委对公司履行出资人职责。根据公司章程，公司不设股东会，株洲国资委代表株洲市人民政府依法行使出资人权利，并授权公司董事会行使部分出资人权利。

公司设董事会，由7名董事组成，设董事长1人，职工董事1名，非职工董事由株洲国资委依管理权限和程序委派或更换，职工董事由职工代表大会民主选举产生和更换，每届任期3年，可以连任。董事会执行株洲市国资委的决定，向株洲国资委报告工作。

公司设监事会，监事会由5人组成；监事会设主席1人，由职工监事担任，职工监事由职工代表大会选举产生，外部监事由出资人委派或更换，每届任期三年，可以连任。监事不得兼任公司的董事及高管人员职务。

公司设总经理1人。总经理对董事会负责，并接受董事会和监事会监督。

总体看，公司治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

从内部管理来看，公司下设规划建设部、企业发展部和融资财务部等6个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系，建立了内部审计管理、对子公司管理等制度。

内部审计管理制度

公司设立内审办，内审办主任由企业管理部经理担任。内审办负责公司及全资（控股）子公司的财务收支审计、任期经济责任审计、工程预（决）算审计、经济合同审计及其他审计。根据工作需要，经公司领导批准，内审办可抽调财务人员和工程技术人员或外聘专业人员和专业机构参与内审工作。内审办的工作直接向董事长负责。日常工作由内审办具体承办和管理，并定期向主管副总经理和总经理汇报。财务总监协助董事长督查和指导审计工作。

资金审批管理制度

各部门在月度资金计划内的日常经费按规定程度办理，各部门超过指标(定额)的费用须由部门提交解释超支原因的书面报告，并经分管副总经理审核、总经理审批后方可办理报销手续。公司项目行政性收费的合同签订和相关费用支出由总经理审批。与主合同相关联的辅助性业务合同的签订和相关费用支出由总经理审批。

现金管理制度

出纳对现金的管理要做到日清月结，严禁白条抵库。及时编制收、付款凭证并登记银行存款、现金日记帐。收到的现金应及时送存银行，不得坐支。库存现金的余额不得超过壹千元，超过部分必须及时送存银行。按照中国人民银行《银行帐户管理办法》，由出纳员管理帐户，不准转借和多头开户，如特殊情况须新开辅助帐户，事先应征得分管领导同意。出纳应随时掌握银行帐户资金结存情况，并将信息反馈给财务部经理，以便给领导调拨资金提供参考。

对子公司管理制度

集团公司采取国有资产分级授权，子公司独立经营的模式。子公司按照《公司法》的要求独立运行，成为独立的经营主体。集团公司统一领导，子公司分级独立经营，集团公司对子公司经营管理实行宏观监控。根据集团公司的年度经营计划目标，对子公司实行目标责任考核，

年初与子公司签订目标责任状，年终集团公司对其进行目标考核。

总体看，公司法人治理结构完善，内部管理制度相对健全，对公司经营和管理状况较好，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，受土地一级开发市场行情及政府土地出让计划影响，公司土地整理收入有所波动；随着代建项目的不断投入，代建业务板块保持稳定发展趋势。此外公司还有少部分物业、租金、粮食销售等收入。公司本部属于控股型公司，其土地整理业务主要由下属子公司株洲市湘江风光带建设开发有限公司（以下简称“湘江建设”）负责，代建业务主要由下属子公司株洲市水利建设投资有限公司（以下简称“水利投公司”）和湘江建设负责。

2014~2016 年，公司收入规模快速增长，三年营业收入分别为 5.00 亿元、6.83 亿元和 6.83 亿元。同期，湘江集团棚户区改造业务形成的土地整理收入分别为 0.00 亿元、1.01 亿元和 1.12 亿元，分别为当年主营业务收入的 0.00%、14.72%和 16.47%。代建业务收入分别为 4.93 亿元、5.18 亿元和 4.31 亿元，分别为当年主营业务收入的 98.75%、75.74%和 63.07%。整体上，公司收入结构稳定性一般。

毛利率方面，受业务构成变动大及土地整理毛利率变动影响，2014~2016 年公司营业毛利率呈波动增长趋势，分别为 10.84%、7.53%和 11.05%。

表5 2014~2016年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	--	--	--	10,061.39	14.72	-20.57	11,249.91	16.47	4.00
代建业务	49,343.83	98.75	9.75	51,750.63	75.74	9.16	43,086.95	63.07	8.94
物业服务	404.10	0.81	95.12	558.57	0.82	88.36	304.58	0.45	88.45
租赁业务	110.13	0.22	100.00	710.40	1.04	98.52	1,276.63	1.87	55.26
粮食储存销售业	--	--	--	3,161.27	4.63	-4.31	9,272.98	13.57	2.39
餐饮业收入	--	--	--	932.66	1.36	34.24	1,491.61	2.18	32.83
住宿费收入	--	--	--	486.36	0.71	100	786.79	1.15	98.49
风光带观光收入	--	--	--	--	--	--	25.45	0.04	11.80
主营业务小计	49,858.06	99.78	10.65	67,661.28	99.02	6.70	67,494.90	98.80	10.03
其他业务小计	110.84	0.22	95.96	669.74	0.98	91.27	820.82	1.20	94.89
合计	49,968.90	100.00	10.84	68,331.02	100.00	7.53	68,315.72	100.00	11.05

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来公司收入规模有所扩大，毛利率波动中有所增长，代建业务是公司收入和利润的最主要来源。

2. 经营分析

土地整理及棚改业务

土地整理和棚改业务方面，根据《株洲市人民政府关于组建株洲市湘江建设发展集团有限公司的批复》（株政函【2011】95 号），株洲市政府同意将湘江两岸控股范围内可利用土地的一级开发权授予公司。根据株洲市棚户区改造指挥部办公室《关于增加湘江风光带建设开发有限公司为棚户区改造实施主体的批复》（株棚办【2010】28 号），经市政府批准，公司被列为

株洲市棚户区改造实施主体。该板块业务资金主要通过土地出让金返还、补贴收入等进行平衡。株洲市国土部门按照湘江风光带的建设开发进度或年度棚改计划，每年安排土地报批指标；对于湘江风光带建设所涉及的旧城改造项目，需进行土地变性的，由株洲市规划、国土部门按照程序办理土地变性相关手续。目前，公司在建的棚改项目主要有株洲市建设中路片区棚户区改造项目、铁路机校项目、芙蓉花园项目等项目。

湘江建设的主要业务开展模式为：土地完成报批后，由湘江建设统一组织实施征地拆迁等进入市场前的各项前期开发工作；完成土地报批或土地变现和征地拆迁等前期开发工作后，向国土管理部门申报土地出让价格，并由市国土部门制定出让方案，报市政府批准后执行。

一般在土地出让后的一个半月内，湘江建设可收到土地出让净收益返还，返还金额为：根据《株洲市人民政府办公室关于进一步规范市本级国有土地使用权的通知》（株政办函【2011】44号）的规定，地块出让后，以按地块结算的原则，所有成交进入市财政非税收入结算户，随后按照土地成交总价款一定比例返还（不同土地类型可能按照不同比例返还）；收到土地出让净收益返还后同时确认收入。账务处理方面，公司正在整理土地的账面价值和投入款项在“存货-开发成本”科目体现，熟地账面价值在“存货-土地资产”科目体现，收到政府土地出让净收益返还后确认收入并结转成本，公司收到的土地出让收益体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”。

2015~2016年，公司土地整理板块收入1.01亿元和1.12亿元。该板块毛利率随土地出让价格的变动而波动，2015年由于出让价格低于核算成本，故毛利率为负。

截至2017年3月底，公司共拥有土地使用权49宗，均为商住用地，并已取得国有土地使用权证。从账面价值看，上述土地使用权账面价值88.74亿元，其中54.21亿元体现为“存货-土地资产”，31.80亿元体现为“存货-开发成本”，2.73亿元体现为“无形资产”。从取得方式看，上述土地使用权中株洲市国资委注入的土地42宗，协议出让的土地4块，3块土地使用权为公司通过公开市场招拍挂取得。

总体看，未来公司有选择性的按照地块进行整治和出让，收益可能因地块整治成本和出让价格不同而出现一定波动，公司土地出让收入的实现也存在较大不确定性。

代建业务

代建业务方面，公司确认收入的代建项目仅为湘江集团负责的株洲市清响田保护圈综合治理项目、湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目。账务处理方面，公司代建项目建设投入款项在“存货-开发成本”科目体现，根据年度结算金额确认收入并结转成本，公司收到的代建款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”，尚未收回的款项体现在“应收账款”科目。

对于代建项目，公司与株洲市财政局签订了投资代建协议，株洲市财政局一般情况下以工程总结算造价加成8%支付投资收益、3%支付管理服务费，分期向公司支付代建款。2014~2016年，公司代建项目收入分别为4.93亿元、5.18亿元和4.31亿元。

表6 2017年3月底公司代建项目收入确认情况（单位：亿元）

项目名称	2013~2017年3月底投资额	2013~2017年3月底确认收入	2013~2017年3月底实收款	截至2017年3月底应收账款
株洲市清响田保护圈综合治理项目	6.05	6.07	3.90	2.17
湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目	16.88	9.51	1.63	7.88
合计	22.93	15.58	5.53	10.05

资料来源：公司提供

总体看，公司代建业务运营稳定，是公司主营业务的核心。

自营商业项目

公司自营商业项目包括商业物业经营管理业务与出售为目的的商业项目；其中，商业物业经营管理业务主要包括物业、租赁、餐饮和住宿等相关业务。公司作为株洲市湘江风光带建设的重要载体，负责湘江风光带周边商业物业的开发与经营，通过经营湘江风光带周边商业物业、休闲文体设施等获得物业经营收入，包括商业租赁收入、观光车租赁收入、停车场收费以及场地租赁收入等。

公司目前主要在建的自营商业项目为清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目和酒吧街项目，项目投入依靠公司自筹，后期通过项目租售平衡支出。

2015年，公司合并了株洲市金龙大酒店，新增了餐饮住宿业务。餐饮住宿业务在每次完成对客户的餐饮服务与住宿服务后，即确认收入并进行结算。

2014~2016年，公司分别实现商业物业经营管理业务收入 514.23 万元、2,687.99 万元和 3,885.06 万元（包含物业服务、租赁业务、餐饮业收入、住宿费和风光带观光收入）。未来随着湘江风光带配套基础设施建设的不断投入，募投项目的正式运营，公司有望持续获得相应的商业物业经营管理业务收入。

总体看，公司自营商业项目收入规模不断扩大，未来有望持续良好发展。

粮食存储销售业务

公司 2015 年合并了神农粮食及其子公司、株洲县三门粮站等公司，新增了粮食收储销售业务。粮食收储销售业务分别由粮食收储轮换业务和商品粮购销业务构成，其中粮食收储轮换业务系公司根据中储粮的轮换计划，轮换储备粮食并按轮换数据和一定标准给予结算，公司依此确认收入；而商品粮购销业务则是根据自身的经营计划 and 市场行情，集收购、加工以及销售为一体，销售完成即确认收入。2015~2016 年，公司分别实现粮食收储销售业务收入 3,161.27 万元和 9,272.98 万元。农产品价格受粮食产量影响较大，但由于宏观调控，粮食价格整体处在较为稳定的水平。政府每年给予一定数额的政府补贴资金，在“营业外收入”科目中体现。神农粮食等子公司作为从株洲市粮食局并入的资产，在区域内具有相对垄断优势。

总体看，粮食储存销售业务为公司新增业务，整体运营较为稳定。

其他业务

除主营业务外，公司还有部分子公司的租赁及物业等业务，该板块收入规模小，随着公司合并范围的扩大，该部分收入逐年增加；2014~2016 年分别为 110.84 万元、669.74 万元和 820.82 万元。

总体看，公司企业业务规模较小，但收入规模有所增长。

3. 在建拟建项目

根据公司的发展规划，公司作为湘江风光带项目建设、旧城改造、棚户区改造及开发的建设主体，计划推进江南婚庆商贸市场等项目。截至2017年3月底，公司在建及拟建项目预计总投资13.59亿元，已投资6.97亿元。

表 7 截至 2017 年 3 月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目		预计总投资	2017 年 3 月底已投	未来 3 年投资计划		
				2017 年	2018 年	2019 年
土地整理及棚改项目	铁路机校（B 地块）棚改项目	48,769.00	48,229.76	539.24	--	--
	无线电二厂项目	29,235.00	26,691.29	2,543.71	--	--
	株洲市建设中路片区棚户区改造项目	242,150.63	110,278.87	29,116.62	34,113.00	68,642.14
	港务公司项目	59,675.97	59,611.47	64.50	--	-
代建项目	株洲市清响田保护圈综合治理项目	68,200.00	60,541.25	7,658.75	--	-
	株洲市湘江河东段沿线棚户区（城中村）改造项目	86,259.00	--	--	--	17,000
	湖南湘江株洲城区河东段综合治理工程项目	298,400.00	168,787.71	62,664.33	60,000.00	6,947.96
经营性项目	清水塘铜塘港及沿线片区历史遗留重金属污染场地修复治理工程项目	242,333.00	162,625.87	50,118.45	29,588.68	--
	酒吧街项目	35,060.94	34,940.94	120.00	--	-
	芙蓉花园项目	34,161.00	25,546.50	6,814.50	1,800.00	-
	江南婚庆商贸市场项目	130,351.00	--	54,708.00	75,143.00	500.00
	湘江株洲段白石港至谭家段防洪综合治理（提质改造工程）	84,826.00	--	--	--	5,000.00
合计		1,359,421.54	697,253.66	214,348.10	200,644.68	98,090.10

资料来源：公司提供

总体看，公司未来投资规模较大，存在一定的融资需求。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转次数分别为 2.52 次、1.06 次和 0.72 次，持续下降；存货周转次数分别为 0.09 次、0.06 次和 0.06 次，保持在低水平；总资产周转次数分别为 0.09 次、0.05 次和 0.05 次，保持稳定但维持在低水平。

总体看，公司经营效率较差。

5. 经营关注

- （1）株洲市政府债务负担过重，公司获取政府支持能力弱化。
- （2）公司土地整理收入受政策、土地市场变化影响、代建业务受政府回款进程影响，收入的实现存在较大不确定性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报

告进行了审计，并出具了无保留意见的审计结论。

2015年，公司新纳入湖南神农粮食有限公司、株洲市金龙大酒店和株洲县三门粮站三家公司，均为政府划入。2016年，公司合并范围无变化。公司2014~2016年，合并范围有所变动，但新增子公司规模相对较小，对公司财务数据可比性影响较小。截至2016年底，公司纳入合并范围的一级子公司有9家，均为全资子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 148.12 亿元，负债合计 66.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 81.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 81.11 亿元。2016 年，公司实现营业收入 6.83 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.01 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.04 亿元。

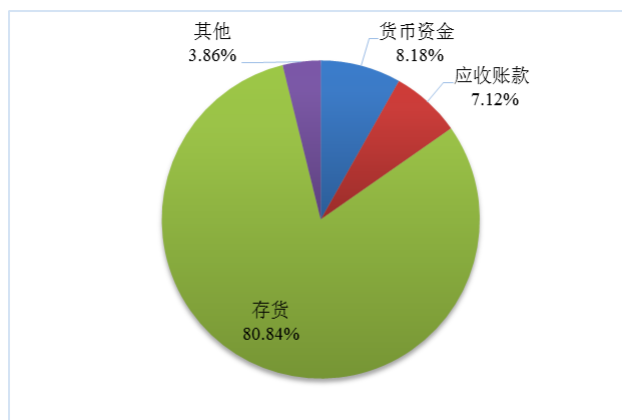
2. 资产质量

2014~2016年，公司资产总额不断增长，年均复合增长14.19%。截至2016年底，公司资产合计148.12亿元，较年初增长5.17%。从构成来看，公司流动资产占比95.77%，非流动资产占比4.23%，公司以流动资产为主。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产不断增长，年均增长14.18%。截至2016年底，公司流动资产141.86亿元，较年初增长5.59%，主要系货币资金、应收账款和存货增长所致，其中货币资金占比8.18%，应收账款占比7.12%，存货占比80.84%。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，年均增长 36.59%。截至 2016 年底为 11.60 亿元，较年初下降 36.10%，其中银行存款为 11.60 亿元，货币资金中不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 59.71%。截至 2016 年底，公司应收账款 10.11 亿元，较年初增长 12.49%，主要系应收株洲市财政局款项大幅增长所致，其中 10.04 亿元为应收株洲市财政局政府项目回购款，账龄在 2 年以内。总体看，公司应收账款集中度较高，账龄偏短。

2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 19.35%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 3.86 亿元，较年初增长 20.35%，主要为与株洲市财政局的往来款。总体看，公

司其他应收款项集中度偏高，账龄偏长。

表8 截至2016年底公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位	余额	账龄
株洲市财政局	3.33	1 年以内、2-3 年
株洲市政建设有限公司	0.11	1-2 年
炎陵县策源乡人民政府	0.02	2-3 年
湖南盛景园林绿化有限公司	0.01	1 年以内
株洲自来水公司	0.01	1 年以内
合计	3.48	--

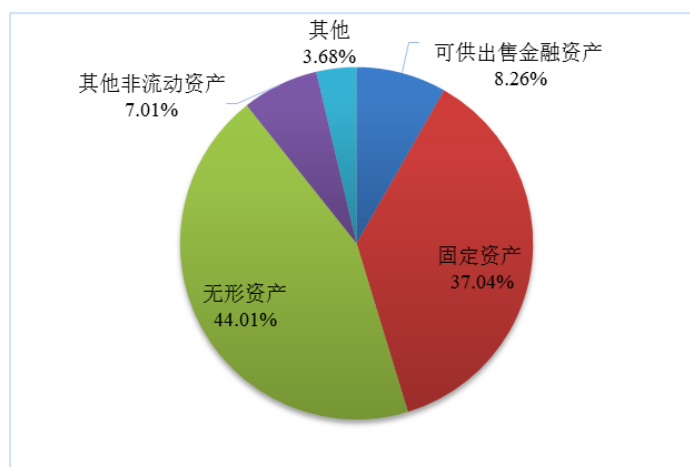
资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货不断增长，年均复合增 9.58%。截至 2016 年底，公司存货 114.69 亿元，较年初增长 10.98%，主要为工程施工成本以及土地开发成本；2016 年底，存货中土地账面价值共计 86.01 亿元，主要为商业用地和住宅用地，其中抵押的土地账面价值 45.18 亿元。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产不断增加，年均复合增长 14.41%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 6.26 亿元，较年初下降 3.67%，其中可供出售金融资产占 8.26%、固定资产占 37.04%、无形资产占 44.01%和其他非流动资产占 7.01%。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，可供出售金融资产保持稳定。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 0.52 亿元，较年初增长 1.97%，主要为权益性投资，其中公司增加对株洲市湘信发展土地开发企业（有限合伙）100.00 万元投资。

2014~2016 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 48.45%。截至 2016 年底，公司固定资产为 2.32 亿元，较年初下降 2.05%，其中房屋建筑物、机器设备、运输工具、电子设备的账面价值分别为 18392.82 万元、830.03 万元、129.85 万元、3831.11 万元。截至 2016 年底，公司固定资产成新率为 69.09%，成新率一般。

截至 2016 年，公司在建工程 0.12 亿元，较 2015 年增加 774.53 万元，主要是增加了商业街和湘水湾码头综合建设等项目的投资。

总体看，公司资产规模有所增长，构成中应收账款和存货占比高，由于存货中土地资产占比较高，且土地出让受土地市场影响较大，总体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

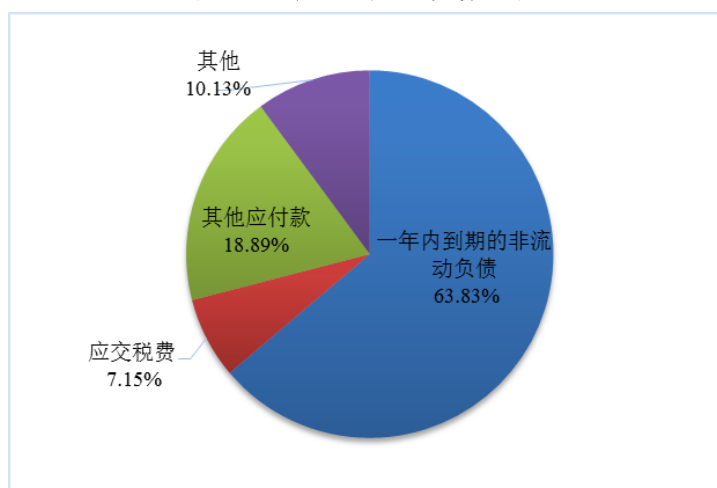
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，公司负债快速增长，年均复合增长 40.78%，截至 2016 年底，公司负债合计 66.55 亿元，较年初增长 13.80%。从构成来看，公司流动负债占比 27.02%，非流动负债占比 72.98%，公司以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 44.04%，截至 2016 年底，公司流动负债为 17.98 亿元，较年初增长 92.60%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致，其中一年内到期的非流动负债占比 63.83%，应交税费占比 7.15%，其他应付款占比 18.89%。

图 4 截至 2016 年底公司流动负债主要构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司短期借款为 0.57 亿元，较年初快速下降 64.99%，全部由信用借款构成。

2014~2016 年，公司应付账款快速下降，年均复合下降 51.61%。截至 2016 年底，公司应付账款为 0.40 亿元，较年初下降 69.57%，主要系应付土地款、拆迁款和贷款下降所致。

2014~2016 年，公司应交税费有所增长，年均复合增长 11.73%。截至 2016 年底，公司应交税费为 1.29 亿元，较年初增长 9.19%，主要系公司新增增值税和利润增长使得企业所得税增长所致。

2014~2016 年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降 23.96%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 3.40 亿元，较年初下降 34.36%，主要系拆迁补偿款、押金及保证金和工程款等下降所致。

表9 2016年底公司账龄超过1年的重要其他应付款（单位：亿元）

单位	余额	原因
步步高投资集团股份有限公司	0.51	系保证金、项目尚未开发
吉首市新天地房屋地产开发有限公司	0.49	工程款，未结算
湖南水总水利电建设有限公司	0.33	工程款，未结算

株洲市政建设有限公司	0.19	往来款
株洲市湘江 1 号项目管理有限公司	0.12	系保证金
合计	1.64	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 39.63%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 48.57 亿元，较年初下降 1.17%，主要系长期借款下降所致。从构成看，长期借款占 37.90%，应付债券占 61.42%。

债务负担方面，2014~2016 年，公司有息债务快速增长，年复合增长率为 62.74%，截至 2016 年底，公司有息债务合计 60.28 亿元，其中短期债务为 12.05 亿元，长期债务为 48.23 亿元，长期债务占比较高。

从债务指标来看，近年来，受债务规模增长影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。截至 2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.93%、42.49% 和 37.16%，分别较上年增加了 3.41 个百分点、4.69 个百分点和 0.13 个百分点。

总体看，近三年，公司债务规模迅速增长，债务负担不断加重，但仍处于合理范围，公司债务以长期债务为主，债务结构合理。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益略有增长，年均复合增长 0.96%。截至 2016 年底，公司所有者权益为 81.58 亿元，较年初下降 0.96%，主要系未分配利润下降所致，其中实收资本占 3.68%，资本公积占 88.34%，未分配利润占 7.40%。

截至 2016 年底，公司资本公积为 72.07 亿元，较年初增长 0.16%，主要系 2016 年将原市粮食局在湖南神农粮食有限公司向市行资公司借款 1,000 万元转为对株洲湘江建设发展集团有限公司的注资，增加资本公积 1,000 万元，同时孙公司湖南神农米业有限责任公司收到政府性投资款 230 万元，增加资本公积 230 万元所致。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，公司所有者权益结构较为稳定。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 16.93%。2016 年，公司实现营业收入 6.83 亿元，较年初下降 0.02%，主要由土地整理和代建业务收入构成。

2014~2016 年，公司营业利润率呈波动上升，三年分别为 8.03%、7.04% 和 10.24%，主要系营业成本和营业税金及附加的增速小于营业收入增速所致。同期，随着公司投资规模和业务的增长，期间费用快速上升，主要系 2016 年管理费用增长。2016 年底，期间费用 0.98 亿元，期间费用率 14.30%，公司费用控制能力较弱。

2014~2016 年，公司营业利润分别为 0.01 亿元、-0.24 亿元和 -0.29 亿元；利润总额分别为 2.33 亿元、2.15 亿元和 2.00 亿元，主要由营业外收入构成。公司营业外收入主要为财政补贴收入，近三年分别为 2.34 亿元、2.46 亿元和 2.80 亿元。整体看，公司整体盈利对财政补贴依赖性大。

从盈利指标来看，2016 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.56%、1.55% 和 2.33%，分别较上年下降 0.31 个百分点、0.27 个百分点和 0.17 个百分点，公司整体盈利能力有所下降。

总体来看，公司收入规模快速增长，但公司费用控制能力较弱，整体盈利对政府补贴的依赖性较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 5.13%，2016 年，公司经营活动现金流入 16.43 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 5.75 亿元，较年初增长 150.19%，主要为收到的土地出让收益返还以及代建业务收入；收到其他与经营活动有关的现金为 10.68 亿元，较年初增长 198.64%，主要系公司与政府、其他企业之间的往来款增长所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 12.80%，2016 年，公司经营活动现金流出为 28.44 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 10.43 亿元，较年初增长 13.03%，主要为公司代建业务项目投入以及土地整理业务成本投入；公司支付其他与经营活动有关的现金为 17.02 亿元，较年初增长 122.45%，主要为公司与其他企业、政府之间的往来款。2014~2016 年，公司经营活动净现金流呈流出态势，三年分别为-7.48 亿元、-12.23 亿元和-12.01 亿元。从现金收入比看，2014~2016 年，公司现金收入比分别为 43.66%、33.64% 和 84.19%，收入实现质量波动增长但仍处于较低水平，主要由于公司主营业务仍处于投入阶段，现金回收能力一般。

投资活动方面，2014~2016 年公司投资活动现金流入和流出规模均较小，投资活动流出主要体现为购建固定资产、无形资产支付的现金。近三年公司投资活动净现金流分别为-0.26 亿元、-0.10 亿元和-0.12 亿元。

筹资活动方面，2014~2016 年公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 5.18%。2016 年，公司筹资活动现金流入 19.40 亿元，其中取得借款收到的现金为 17.84 亿元，较年初增长 131.24%。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出波动中快速增长，年均复合增长 25.95%。2016 年，公司筹资活动现金流出 12.32 亿元，其中偿还债务支付的现金 6.53 亿元，较年初增长 145.69%；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 5.78 亿元，较年初增长 151.69%，主要系有息债务规模大幅增长所致；支付其他与筹资活动有关的现金为 18.00 万元，较年初下降 99.88%。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 9.77 亿元、24.43 亿元和 7.08 亿元，公司筹资活动净现金波动幅度较大。

总体看，由于城市基础设施建设投入与土地出让金返还存在一定的期限错配，公司经营活动净现金波动较大，公司现金流主要依靠外部筹资活动支撑。考虑到随着公司开发区域及拟投资项目规模的增加，公司外部融资需求将趋增。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势。2016 年，公司流动比率和速动比率分别为 7.89 倍和 1.51 倍；公司速动比率处于较低水平。2014~2016 年，受经营活动净现金流持续流出影响，公司经营现金流动负债比率分别为-86.33%、-130.97% 和-66.77%，无覆盖能力。考虑到公司短期债务有所上升，整体看来公司短期偿付压力加重。

从长期偿债指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动下降，分别为 2.42 亿元、2.48 亿元和 2.44 亿元；同期，受有息债务大幅增长影响，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.00 倍、1.19 倍和 0.82 倍，利息覆盖倍数持续下降；EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.05 倍和 0.04 倍，公司长期偿债能力偏弱。但考虑到株洲市政府对公司的各项支持，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年3月底，公司共获得银行授信额度91.70亿元，其中已使用额度41.10亿元，尚余

额度50.60亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

根据人民银行提供的企业信用报告（机构信用代码：G1043021100217660X），截至 2017 年 7 月 4 日，公司无未结清或已结清贷款的不良记录，过往债务履约情况好。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及株洲市区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到株洲市政府在资产注入和财政补贴等方面的支持，公司整体抗风险能力很强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次公司债券计划发行不超过 14 亿元，假设实际发行规模为 14 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行额度较大，对公司债务规模影响较大。

截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.93%、42.49%和 37.16%，若本次公司债券发行成功，以 2016 年底数据为基础，上述三个指标将上升至 49.68%、47.66%和 43.27%，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

2. 本次债券偿还能力分析

以 2016 年相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 2.44 亿元，为本次公司债券发行额度 14 亿元的 0.17 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度低；2016 年经营活动产生的现金流入 16.43 亿元，为本次公司债券发行额度 14 亿元的 1.17 倍，对本次债券覆盖程度一般。

总体看，公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 对本次债券保障能力弱；考虑到地方政府对公司在财政资金投入、资产划拨、项目建设和税收优惠等方面的大力支持，本次公司债券到期不能偿还风险低。

3. 募投项目收益偿债能力分析

本次债券募集资金中8.40亿元将用于株洲湘江物流中心项目。根据湖南盛龙工程项目管理有限公司出具的《株洲湘江物流中心项目可行性研究报告》，该项目总投资12.18亿元。项目建设周期为2017年3月~2019年2月。募投项目收入来源主要为仓储加工区厂房、信息中心、产品展示中心、办公管理区、停车场等出租收入，仓储加工区厂房、配套服务区商铺销售收入和物业收入。项目计算期为12年，其中建设期2年，经营期10年；项目收入共计20.70亿元；在本次债券存续期内（经营期第1~5年），预计募投项目总收入14.27亿元，扣除税金及经营成本后利润为12.87亿元。

表 10 本次债券募投项目债券存续期预期收入对本次债券资金保障情况（单位：万元、倍）

项目分类	1	2	3	4	5	6	7	合计
出租收入	--	--	11,462	11,462	12,050	12,050	12,050	59,074
仓储加工区厂房出租	--	--	7,018	7,018	7,387	7,387	7,387	36,197
信息中心出租	--	--	1,443	1,443	1,519	1,519	1,519	7,443
产品展示中心出租	--	--	1,482	1,482	1,560	1,560	1,560	7,644
办公管理区出租	--	--	1,231	1,231	1,296	1,296	1,296	6,350
配套停车场出租	--	--	288	288	288	288	288	1,440
销售收入	--	--	16,799	16,026	16,026	16,026	15,253	80,130
仓储加工区厂房销售	--	--	8,294	8,294	8,294	8,294	8,294	41,470

配套服务区商铺销售	--	--	8,505	7,732	7,732	7,732	6,959	38,660
物业管理收入	--	--	557	625	692	759	824	3,457
总收入合计	--	--	28,818	28,113	28,768	28,835	28,127	142,662
经营成本	--	--	2,154	2,142	2,218	2,218	2,207	10,939
增值税附加税	--	--	--	--	--	--	3,002	3,002
经营利润	--	--	26,664	25,971	26,550	26,617	22,918	128,721
本金偿还	--	--	16,800	16,800	16,800	16,800	16,800	84,000
总收入覆盖倍数	--	--	1.72	1.67	1.71	1.72	1.67	1.70
经营利润覆盖倍数	--	--	1.59	1.55	1.58	1.58	1.36	1.53

注：经营成本包括人员工资及福利、修理费、管理费用和运营费用。

资料来源：联合信用根据可研报告整理

本次债券拟于 2017 年发行，同时按照 2020~2024 年每年按照募投项目所用本金（8.40 亿元）的 20%偿还（即每年预计偿还 1.68 亿元）作为参考，募投项目收入对本次债券中用于募投项目的本金覆盖情况见表 10。本次债券存续期内，项目收入实现预计为 14.27 亿元，为本次债券用于募投项目本金的 1.70 倍；扣除经营成本及相关税金后的经营利润合计 12.87 亿元，为本次债券用于募投项目本金的 1.53 倍。募投项目在债券存续期内的收入及经营利润对本次债券用于募投项目本金的覆盖能力尚可，但考虑到项目收入预测实现的不确定性以及项目可能延期建设完成等风险，募投项目收入及经营利润对本次债券用于募投项目本金的实际覆盖能力可能低于测算值。

九、债权保护条款分析

1. 偿债资金专户

公司与中信银行股份有限公司株洲支行（以下简称“中信银行株洲支行”或“监管银行”）签署了《偿债资金专项账户监管协议》，聘请中信银行株洲支行作为监管银行，公司在监管银行处开立偿债资金专项账户，由监管银行对偿债资金的提前准备进行严格监管，在本次债券存续期的每年付息（兑付）日前 10 个工作日，公司应将偿债资金存入专户；在本次债券存续期的每年付息（兑付）日前 10 个工作日，如专户内资金不足以支付当期本息，监管银行应在 1 个工作日内书面通知公司。公司在接到通知后，将通过出售短期投资和票据，使用银行贷款，出售存货或其他流动资产已获得足额资金弥补差额；专项账户未能补足前，公司将暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施、条件或暂缓发放高级管理人员奖金以确保当期应付本息的完全偿付。监管银行应于本次债券每年还本付息日前 10 个工作日，向公司出具专户监管报告，包括专户资金存入情况、使用情况、保值增值运作情况和余额情况。

为了充分、有效地维护债券持有人的利益，公司与中信银行股份有限公司株洲支行签订了《债权代理协议》，中信银行株洲支行作为本次债券全体债券持有人的受托管理人处理本次债券的相关事务，维护债券持有人的利益。

十、综合评价

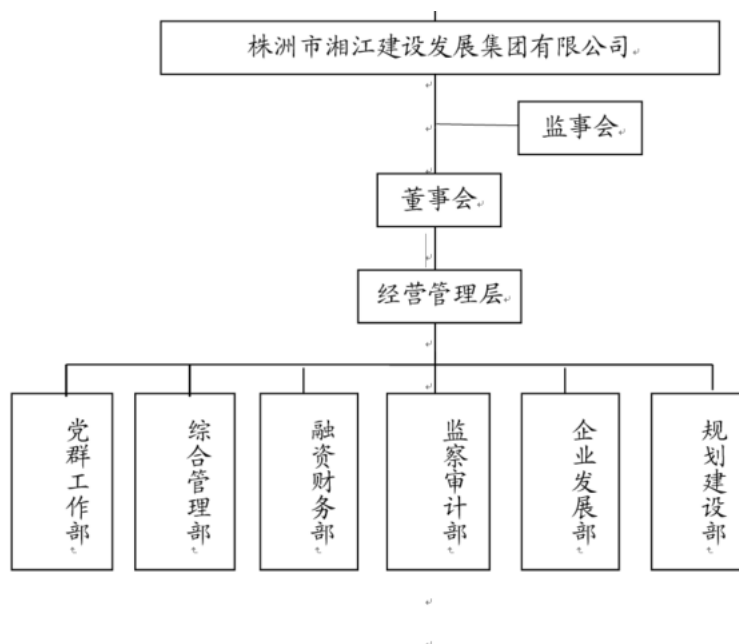
近年来，株洲市财政实力较快增长，为公司提供了良好的外部环境，作为株洲市湘江流域土地整理、棚户区改造和重金属污染治理的唯一主体，公司在资产注入、政府补贴等方面获得政府的大力支持。同时，联合评级也关注到公司资产以存货为主、变现能力易受市场波动影响，

资产流动性偏弱；公司土地整理收入受政策、土地市场变化影响、代建业务受政府回款进程影响，收入的实现存在较大不确定性，株洲市政府债务负担过重，公司获取政府支持能力弱化等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司承接的棚户区改造及株洲湘江流域综合治理项目的不断开展，公司未来收入有望持续增长，同时株洲市政府给予公司持续的较大支持。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次公司债券发行额度大，公司经营活动产生的现金流入和EBITDA对本次债券保障能力弱、对单期本金的保障能力一般；募投项目在债券存续期内的收入及经营利润对债券本金的覆盖能力尚可。地方政府对公司在财政资金投入、资产划拨、项目建设和税收优惠等方面的大力支持，本次公司债券到期不能偿还风险很低。此外，公司与本次债券偿债资金专户监管人中信银行股份有限公司株洲支行所签订《偿债资金专项账户监管协议》，对偿债资金的提前准备进行严格监管。上述措施能够进一步保障本次债券本息偿还的安全性。综合分析，联合评级认为本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 株洲市湘江建设发展集团有限公司 组织架构图



附件 2 株洲市湘江建设发展集团有限公司 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	113.60	140.85	148.12
所有者权益（亿元）	80.02	82.37	81.58
短期债务（亿元）	0.05	1.63	12.05
长期债务（亿元）	22.71	48.43	48.23
全部债务（亿元）	22.76	50.06	60.28
营业收入（亿元）	5.00	6.83	6.83
净利润（亿元）	2.27	2.03	1.91
EBITDA（亿元）	2.42	2.48	2.44
经营性净现金流（亿元）	-7.48	-12.23	-12.01
应收账款周转次数（次）	2.52	1.06	0.72
存货周转次数（次）	0.09	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.09	0.05	0.05
现金收入比率（%）	43.66	33.64	84.19
总资本收益率（%）	2.10	1.87	1.56
总资产报酬率（%）	4.01	1.82	1.55
净资产收益率（%）	2.47	2.50	2.33
营业利润率（%）	8.03	7.04	10.24
费用收入比（%）	7.51	10.48	14.30
资产负债率（%）	29.56	41.52	44.93
全部债务资本化比率（%）	22.14	37.80	42.49
长期债务资本化比率（%）	22.10	37.03	37.16
EBITDA 利息倍数（倍）	2.00	1.19	0.82
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.05	0.04
流动比率（倍）	12.56	14.39	7.89
速动比率（倍）	1.53	3.32	1.51
现金短期债务比（倍）	119.34	11.13	0.96
经营现金流流动负债比率（%）	-86.33	-130.97	-66.77
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.17	0.18	0.17

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
营业毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券
 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。